

Los contratos con el equipo directivo en sede de un *leveraged buyout*

[The agreements with the management
team within a leveraged buyout]



ANTONIO SERRANO ACITORES

Prof. Dr. de Derecho Mercantil en la Universidad Rey Juan Carlos.
Socio de Antonio Serrano Alberca Abogados.
antonio.serrano.acitores@aserranoalberca.com

Fecha de recepción: 6 de abril de 2013.

Fecha de aceptación: 1 de julio de 2013.

SUMARIO: I. INTRODUCCIÓN ■ II. CONCEPTO Y NATURALEZA JURÍDICA DE LOS *LEVERAGED BUYOUTS* ■ III. NOTAS CARACTERÍSTICAS. IV. TIPOS. V. LOS DIRECTIVOS COMO CLAVE DEL ÉXITO DE UN LBO ■ VI. TIPOS DE RELACIONES CONTRACTUALES QUE PUEDEN CONFIGURARSE ■ 1. Los directivos de régimen laboral común ■ 2. El personal de alta dirección ■ 2.1. Concepto ■ 2.2. Caracteres ■ 2.3. Extinción del contrato ■ 2.4. La dualidad alto directivo/miembro del órgano de administración: la teoría del vínculo ■ 3. Los miembros de órganos de administración de sociedades ■ 4. Prestaciones accesorias ■ VII. PACTOS DE ESPECIAL RELEVANCIA ■ 1. Planteamiento ■ 2. Aportación de industria ■ 3. Aportación económica ■ 4. Condiciones de trabajo ■ 5. El sistema de retribución ■ 6. Otros beneficios sociales ■ 7. Confidencialidad ■ 8. Entrega de material e información recibida de la sociedad ■ 9. Pacto de permanencia ■ 10. Pacto de no competencia ■ 11. Obligación de no contratar a empleados de la sociedad ■ VIII. CONCLUSIONES ■ BIBLIOGRAFÍA.

Resumen

Las adquisiciones apalancadas de empresa o LBOs, en tanto que operaciones dinamizadoras de nuestra economía, implican la adquisición de una sociedad *target* por parte de uno o más compradores (generalmente, operadores de *private equity* que actúan como patrocinadores financieros de la operación apoyados por potentes equipos directivos) a un vendedor mediante una mezcla de financiación con fondos propios aportados por los patrocinadores financieros y financiación con deuda concedida por varias entidades financieras.

Uno de los factores relevantes en una operación de LBO reside en la retención y fidelización de un equipo directivo motivado y capaz que promueva el crecimiento y desarrollo del negocio de la sociedad *target*.

En consecuencia, el presente trabajo tiene por objeto analizar los contratos con el equipo directivo que van a encargarse de gestionar la sociedad objetivo (también conocida como sociedad *target*). De este modo, en primer lugar, se analiza el concepto, la naturaleza jurídica y principales características de un LBO, así como su tipología, y en segundo lugar, se estudia la importancia que tiene el equipo directivo en la gestión de la Sociedad *Target*, abordando los mecanismos más habituales para vincular y fidelizar a los directivos con los objetivos de la operación de LBO.

Palabras clave

Directivos, LBO, pacto de no competencia post-contractual.

Abstract

Leveraged buyouts or LBOs, as transactions dynamising our economy, imply the acquisition of a Target Company by one or more purchasers (generally, private equity firms acting as financial sponsors of the transaction and supported by powerful management teams) to a seller through a mix of financing with equity contributed by the financial sponsors and financing with debt granted by multiple financial institutions.

One of the key drivers of an LBO is the retention of a loyal management team motivated and able to foster the growth and development of the Target Company's business.

As a consequence, the purpose of this paper is to analyse the agreements with the management team which is going to run the Target Company. Thus, the legal nature and main features of an LBO will be firstly analysed, as well as its typology, and secondly, the importance of the management team in the running of the Target Company will be studied, highlighting the most common mechanisms to retain the managers and engage them with the goals of the transaction.

Keywords

Managers, LBO, post-contractual non-competition clause.

I. INTRODUCCIÓN

Durante la primera década de este siglo, y especialmente, a partir del año 2004, el mercado de fusiones y adquisiciones en España no solo creció cuantitativamente, incrementándose extraordinariamente el número de operaciones, sino también cualitativamente en cuanto a la complejidad financiera y jurídica de las mismas.

Uno de los principales factores que determinó esta evolución fue, sin duda alguna, el capital riesgo (*private equity*). A través de las entidades de capital riesgo, apoyadas por potentes equipos directivos, las adquisiciones apalancadas de sociedades o *leveraged buyouts* (también conocidas por su acrónimo inglés LBOs) cobraron un destacado protagonismo en nuestro mercado contribuyendo, junto a otros elementos, al desarrollo de una economía más competitiva, innovadora y dinámica.

La expansión de estas operaciones en los últimos años ha estado relacionada con otros factores especialmente importantes, entre ellos, la búsqueda de instrumentos de adquisición de empresas que ofrecieran rentabilidades adecuadas (*search for yield*) en un contexto de bajos tipos de interés y baja apreciación del riesgo, el desarrollo de los mercados de transferencia de riesgos y la aparición de nuevos intermediarios, como los *hedge funds* y los vehículos de *Collateral Debt Obligations* (CDOs), aspectos que han coadyuvado, en general, a aumentar la liquidez de los mercados financieros, entendida como la facilidad para encontrar contraparte con un bajo coste, favoreciendo la financiación de operaciones de adquisición fuertemente apalancadas¹.

No obstante, no podemos olvidar que desde agosto de 2007 nuestra economía ha pasado de un periodo de extraordinario crecimiento a sufrir una fuerte desaceleración llegando hasta la recesión como consecuencia, entre otros elementos, de la crisis financiera internacional, del vaticinado «pinchazo de la burbuja inmobiliaria» y de los desajustes macro-económicos con expresión en la deuda soberana. Estas circunstancias han generado un clima de desconfianza en los mercados financieros con efectos, a su vez, en los mercados bursátiles, todo lo cual ha llevado, además, a las entidades financieras a restringir la concesión de préstamos y créditos, dificultando, sin duda, las compraventas apalancadas pues aproximadamente el 75% del precio de este tipo de operaciones se financia con deuda.

Sin perjuicio de lo anterior, las adquisiciones apalancadas han sido y seguirán siendo un elemento instrumental relevante para nuestra economía. Desde el punto de vista puramente económico se dice que los LBOs facilitan las reorganizaciones empresariales, fomentan la eficiencia de los directivos de las sociedades objetivo y son una vía de solución a los problemas de sucesión empresarial. Al aumentar las ofertas posibles por una empresa, permitirá generar más valor para el accionista de la sociedad adquirida, y el endeudamiento que recae sobre la misma impondrá una mayor disciplina de gestión en empresas antes sobrecapitalizadas, habiéndose señalado también que en casos de exclusión bursátil de la sociedad adquirida vía operaciones de LBO, la posición de las firmas de *private equity* permite unificar los intereses de la

1. MANZANO FRIAS, M. C., «La evolución de las operaciones de leveraged buy out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera», *Estabilidad financiera*, número 13 (Madrid, 2007), págs. 33 y siguientes.

propiedad y la gestión, reduciendo costes y mejorando la administración en un marco de reestructuración de empresas. En todo caso, solo en la medida en que las reformas realizadas y en curso del sistema financiero y el apoyo económico de la Unión Europea determinen una mayor solvencia de las entidades de crédito, financiándose adecuadamente en los mercados mayoristas, situándolas en mejor posición para conceder crédito y superando la restricción financiera, volverán a desarrollarse nuevamente operaciones como las adquisiciones apalancadas de empresas.

Partiendo de que los LBOs responden a un esquema negocial plural en el que se superponen distintos negocios o contratos, el presente trabajo tiene por objeto centrarse en una parte de esos negocios, los contratos con el equipo directivo que van a encargarse de gestionar la sociedad objetivo (también conocida como sociedad *target*), toda vez que, como luego se verá, uno de los factores vitales para el éxito de un LBO consiste en la retención de un equipo directivo motivado y capaz que promueva un eficaz crecimiento y desarrollo del negocio de la misma.

De este modo, en primer lugar, se analizará el concepto, la naturaleza jurídica y principales características de un LBO, así como su tipología, para a continuación estudiar la importancia que tiene el equipo directivo en la gestión de la sociedad objetivo, abordando los mecanismos más habituales para vincular y fidelizar a los directivos con los objetivos de la operación de LBO.

II. CONCEPTO Y NATURALEZA JURÍDICA DE LOS *LEVERAGED BUYOUTS*

Uno de los procedimientos para adquirir una compañía consiste en financiar parte del precio de la compra a través de recursos ajenos.

En este sentido, una adquisición apalancada o *leveraged buyout* se puede definir como aquella compraventa en la que el comprador adquiere una sociedad (en adelante, la «**Sociedad Target**») o una participación mayoritaria en la misma, a través de la financiación de una parte significativa de su precio de compra mediante el uso de deuda, y que pretende amortizar con cargo a los recursos patrimoniales y flujos de caja esperados por la propia Sociedad *Target*².

En efecto, una transacción típica de adquisición apalancada implica la adquisición de una Sociedad *Target* por parte de uno o más compradores (generalmente, operadores de *private equity* que actúan como patrocinadores financieros de la operación) a un vendedor mediante una mezcla de financiación con fondos propios aportados por los patrocinadores financieros y financiación con deuda concedida por varias entidades financieras (generalmente conocidas como proveedores de deuda o entidades financiadoras).

Los LBOs se enmarcan, sin duda alguna, dentro de la institución de la compraventa de empresas. No obstante, mucho se ha discutido acerca de si este tipo de compraventa tiene naturaleza mercantil o civil.

2. SERRANO ACITORES, A., «La problemática de la asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas por operadores de capital riesgo», *Asocia* (Madrid, 2007), págs. 6 y siguientes.

A pesar de que para algunos autores³ se trata de operaciones cuya naturaleza jurídica se encuadra fundamentalmente dentro de la compraventa civil, creemos, con la doctrina⁴ y jurisprudencia⁵ mayoritaria, que los LBOs tienen carácter mercantil.

Las razones fundamentales que nos llevan a reafirmar el carácter mercantil de este tipo de adquisiciones son las siguientes:

- (i) Es evidente el ánimo de lucro del comprador.
- (ii) El objeto de la compra, esto es, la empresa, está singularmente vinculado a la actividad comercial.
- (iii) Los compradores habituales en los LBOs suelen ser entidades de capital riesgo, teniendo, por tanto, la inversión realizada carácter transitorio. Así, en el correspondiente contrato de compraventa se regularán plazos y condiciones de salida de la Sociedad *Target*, ya sea a través de la venta de la sociedad adquirida mediante ventas privadas⁶ o mediante una oferta pública de venta en bolsa y, de este modo, materializar las plusvalías latentes generadas.
- (iv) Al pretender la entidad de capital riesgo comprar una empresa para luego revenderla y adquirir una serie de plusvalías, el LBO quedaría claramente enmarcado en la definición dada a la compraventa mercantil por el art. 325 del Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se aprueba el Código de Comercio (en adelante, el «**CCom**») a cuyo tenor «*será mercantil la compraventa de cosas muebles para revenderlas, bien en la misma forma que se compraron o bien en otra diferente, con ánimo de lucrarse en la venta*».

III. NOTAS CARACTERÍSTICAS

Las adquisiciones apalancadas se caracterizan por las siguientes notas:

- (i) Sea de naturaleza civil o mercantil, lo que está claro es que tanto la normativa recogida en los arts. 1445 y siguientes del Real Decreto de 24 de julio

3. SEGURA DE LASSALETTA, R., «Las operaciones de adquisición apalancada. Cuestiones Generales», en la obra colectiva *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, coordinada por M. TRIAS SAGNIER, Marcial Pons (Madrid, 2006), págs. 141 y siguientes.

4. Así lo consideran los maestros GARRIGUES, URÍA, LANGLE y PAZ-ARES, entre otros muchos.

5. En el orden jurisprudencial es clásica la Sentencia del Tribunal Supremo de 12 de diciembre de 1881 en la que se declara que «*la cesión o traspaso de un establecimiento de comercio, con todos sus géneros, por un precio, debe ser considerado con arreglo al artículo 359 [hoy 325] del Código de Comercio como compraventa mercantil, y mucho más resultando que los adquirentes se dedicaron desde entonces al ejercicio habitual del comercio*». Dicha doctrina sobre la naturaleza mercantil de la compraventa de empresa ha sido reafirmada por Sentencias posteriores como las de 11 de noviembre de 1927, 10 de febrero de 1936, 4 de abril de 1941 y 13 de marzo de 1943, entre otras.

6. Se trata de los *secondary buyouts*, es decir, aquellas operaciones en la que habiéndose producido un primer *buyout*, la entidad de capital riesgo inicial, que por su propia naturaleza realiza inversiones de carácter temporal, vende su participación y da entrada a otra entidad de capital riesgo, manteniéndose generalmente, sin embargo, la participación en el proyecto de los directivos.

de 1889 por el que se aprueba el Código Civil (en adelante, el «CC») como la recogida en los arts. 325 y siguientes del CCom, se muestra claramente inoperante para regular operaciones ciertamente complejas.

En efecto, si bien de la definición que hemos dado de la operación esta podría parecer sencilla, lo cierto es que suelen dar lugar a transacciones verdaderamente complicadas y a una variedad de jerga esotérica para describirlas.

En este sentido, y a la luz del art. 1255 del CC, sobre autonomía de la voluntad, se ha ido configurando una instrumentación jurídica estandarizada tan sofisticada (no solo en España sino también en el extranjero) que algunos han calificado de «*fruto de la fantasía y la alquimia societaria*»⁷.

- (ii) Son operaciones basadas en prácticas anglosajonas por lo que muchos de los términos empleados en las mismas son vocablos en inglés.
- (iii) Una parte importante de la adquisición está financiada con deuda o recursos ajenos. Así, la estructura financiera de un LBO típico en España consistiría en un 20-40% de fondos propios (*equity*), un 30-70% de deuda bancaria preferente (*senior*) y un 10-30% de deuda subordinada (*mezzanine*)⁸.
- (iv) Se trata de operaciones en las que interviene una multiplicidad de sujetos. Así, además de comprador y vendedor, participan todas las entidades encargadas de financiar la operación y, en su caso, directivos o empleados bien de la Sociedad *Target* o bien ajenas a la misma.
- (v) Como consecuencia de la nota (iv) anterior y debido a la complejidad de los LBOs, intervienen tantos asesores legales y financieros como partes haya en la operación.
- (vi) La forma más frecuente de articular la adquisición consiste en constituir (o comprar⁹) una sociedad vehículo (en adelante, «*Newco*») que será la que obtenga la financiación de las entidades de crédito y adquiera las acciones o participaciones de la Sociedad *Target*. De este modo, el comprador limita su responsabilidad frente a terceros al patrimonio de *Newco* y de la Sociedad *Target*.
- (vii) La Sociedad *Target* soporta el coste financiero de la adquisición pues, o bien garantiza con sus activos el repago de la deuda, o bien la repaga mediante los flujos de caja libres que la referida Sociedad *Target* pueda generar.

Ahora bien, el hecho de que el repago de la financiación para adquirir la Sociedad *Target* se realice con cargo a los recursos generados por la propia

7. SEGURA DE LASSALETTA, R., *op. cit.*, pág. 141.

8. SERRANO ACITORES, A., «¿Cómo se financian los LBOs? El contrato de financiación *senior*», *Directorio Financiero Contable de las revistas Estrategia Financiera y Partida Doble*, La Ley (Madrid, 2009), págs. 18-31.

9. Son numerosas las gestorías que tienen ya constituidas sociedades vehículos (generalmente, sociedades limitadas) sin actividad para venderlas a los patrocinadores financieros y ahorrar así un valioso tiempo que permitirá cerrar antes la operación.

Sociedad Target, y al mismo tiempo se utilice de una u otra forma el patrimonio de esta para garantizar la devolución de la deuda y sus intereses, exige analizar en cada caso la compatibilidad de la estructura de la operación con la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias prevista en el art. 143.2 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, la «LSC») para las sociedades de responsabilidad limitada y en el art. 150 de la LSC para las sociedades anónimas.

- (viii) Las principales razones para concertar operaciones de este tipo son fundamentalmente las siguientes:
- a) Situaciones de desinversión por parte de grupos de sociedades que pretenden deshacerse de una rama de actividad o de una filial.
 - b) La liquidación o escisión de una sociedad.
 - c) La más habitual, que es la venta de una sociedad de carácter familiar.
- (ix) Una empresa que sea buena candidata a un LBO debe cumplir los siguientes requisitos:
- a) Generación estable y predecible de caja para hacer frente al servicio de la deuda¹⁰.
 - b) Empresa estable o de lento crecimiento: relacionado con el punto anterior, la empresa no debe ser de rápido crecimiento, porque esto implica la necesidad de disponer de liquidez que la alimente y, por tanto, no se puede utilizar para devolver la deuda.
 - c) Equipo experimentado y estable.
 - d) Bajo endeudamiento: la empresa debe tener un *ratio* de endeudamiento pequeño, es decir, su capacidad de endeudamiento debe estar infrautilizada. Así podrá endeudarse para ser adquirida mediante un LBO.
 - e) Posibilidad de reducir costes: por ejemplo, reducir el número de empleados, reducir los gastos de capital, reducir costes administrativos, establecer mejores controles sobre costes operativos, etc.
 - f) Existencia de activos no estratégicos: la posible venta de estos activos proporcionará liquidez para devolver la deuda.
 - g) Es recomendable que los directivos sean socios de la empresa: cuanto mayor sea la implicación de los directivos en el capital social de la empresa, más se implicarán en su gestión y más seguros estarán los acreedores de que su deuda será satisfecha.
 - h) Pocas necesidades de capital de trabajo y programa de inversiones poco exigente: cuanto menores sean las inversiones en activo fijo y cir-

10. El servicio de la deuda está formado por los gastos financieros más la amortización financiera. Por tanto, la generación de caja debe ser suficiente para hacer frente a estos conceptos y con un riesgo económico (que mide la variabilidad de los flujos de caja libres de la empresa) bajo para evitar que en algún periodo haya escasez de fondos.

culante, más flujos de caja libre estarán disponibles para hacer frente al servicio de la deuda.

- (x) Para que esta operación tenga éxito se deben cumplir los siguientes requisitos:
- a) Equipo de directivos consistente, a poder ser con experiencia en este tipo de operaciones.
 - b) Grupo de accionistas-patrocinadores fuertes (normalmente un capital riesgo o *private equity*).
 - c) Selección de un sector industrial atractivo y fragmentado, listo para someterse a procesos de consolidación.
 - d) Estructura de capital simplificada, preferiblemente con un único grupo de accionistas dado que, posteriormente, será necesario complicar la estructura con nuevas emisiones, lo que implicará la necesidad de contentar a todas las partes.
- (xi) Una vez ejecutado el LBO, se producen cambios en diferentes estructuras. Así, se modifican:
- a) La estructura de la propiedad: con el LBO se produce un cambio en el accionariado de la Sociedad *Target*. En efecto, *Newco* e indirectamente los promotores del LBO (un *private equity*, o los directivos, o una combinación de ambos) pasarán a ser los nuevos socios de la Sociedad *Target*.

Asimismo, en ocasiones también se convertirán en socios de la Sociedad *Target* los prestamistas, principales y subordinados, quienes suelen quedarse con la opción de asistir a los consejos de administración y decidir sobre el equipo directivo.

En consecuencia, el poder de los prestamistas es elevado ya que siguen de cerca las actividades de los directivos y pueden influir en decisiones estratégicas.

En cualquier caso, a la hora de configurar la estructura de propiedad lo ideal es intentar conseguir que cada uno de los nuevos socios tenga un fuerte incentivo para conseguir aumentar el valor de la empresa.
 - b) La estructura del activo: el cambio en la estructura accionarial afecta a las decisiones estratégicas de cuáles son los negocios en los que se debe permanecer. Los nuevos accionistas, en la búsqueda de la rentabilidad y el aumento de valor, reflexionan sobre cuáles son las áreas de negocio que mayor valor aportan y cuáles no.

Una vez se identifican las áreas de elevado valor añadido, cabe decidir sobre el futuro del resto de áreas.

Frecuentemente, los accionistas deciden salir de esas áreas de negocio generando así un flujo de caja que sirve para realizar inversiones en las áreas clave y acometer la amortización de la deuda.

- c) La estructura organizativa: la presión de hacer frente a las obligaciones de la deuda y de los intereses, obliga a los directivos a optimizar la estructura organizativa buscando la reducción de costes y la mejora de flujos de tesorería.

Los principales factores organizativos empleados son:

- Reducción del tamaño del equipo asesor.
- Acortamiento de las líneas de autoridad y comunicación.
- Centralización de las decisiones estratégicas y descentralización de las operativas.
- Modificación de los sistemas de incentivos, haciéndolos depender de la productividad alcanzada.
- Dotación de fluidez y flexibilidad al sistema informativo de gestión.

- d) La estructura financiera: al producirse un aumento en el endeudamiento cambia la estructura del pasivo de las sociedades implicadas en el LBO.

(xii) Tal y como ya se ha indicado, la operación es realizada generalmente por una entidad de capital riesgo y, por tanto, la inversión tiene carácter transitorio. Así, los compradores pretenden aumentar el valor de la empresa adquirida y venderla en un plazo de entre tres y siete años, materializando las plusvalías generadas.

(xiii) Las principales ventajas que ofrece un LBO para el adquirente son, entre otras, las siguientes:

- a) Le permite llevar a cabo la compraventa con una aportación mínima de fondos propios.
- b) Los intereses de la deuda se consideran gasto deducible a efectos del Impuesto sobre Sociedades¹¹.
- c) Siempre que se lleve a cabo una reorganización y una expansión adecuada de la Sociedad *Target* permite generar unas plusvalías a medio plazo bastante considerables (una TIR del 20% o superior).

(xiv) Sin embargo, no podemos obviar los inconvenientes y riesgos que puede suponer un LBO, a saber:

11. Ahora bien, a este respecto se ha de tener en cuenta que el Real Decreto-ley 12/2012, de 30 de marzo, por el que se introducen diversas medidas tributarias y administrativas dirigidas a la reducción del déficit público ha modulado dicha deducibilidad. En efecto, el mencionado Real Decreto-ley modifica a través de su art. 1 el art. 20 del Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades y limita la deducibilidad de los gastos financieros. Así, con la nueva norma no serán deducibles en el año los gastos financieros que excedan del 30% del resultado (EBITDA) del ejercicio, siendo en todo caso deducible la cantidad de un millón de euros. Eso sí, los gastos que no fueran deducibles en el año sí lo serán en periodos futuros, con un máximo de dieciocho años. Asimismo, el reciente Real Decreto-ley 20/2012, de 13 de julio, de medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad ha restringido aún más esta posibilidad al haber adoptado como medida de carácter indefinido, la modificación de la limitación a la deducibilidad de gastos financieros, haciéndola extensiva a todas las empresas en general, sin circunscribirse a su pertenencia a un grupo mercantil.

- a) El eventual fracaso financiero como consecuencia de una elección errónea de la Sociedad *Target*.
- b) La falta de terceros interesados en la compra de la Sociedad *Target* (o de la participación mayoritaria) propiedad del operador de capital riesgo cuando este desee desinvertir.
- c) La problemática que genera la prohibición de asistencia financiera en este tipo de operaciones.

IV. TIPOS

En función de los sujetos adquirentes en la operación podemos distinguir los siguientes tipos de LBO:

- (i) *Management buyout* («**MBO**»): en este caso la adquisición de la Sociedad *Target* la llevan a cabo los directivos de la propia Sociedad *Target*, bien solos o bien apoyados por parte de uno o varios patrocinadores financieros.

Las ventajas principales son:

- a) Se aprovecha la oportunidad de adquirir el negocio a un precio más favorable que para otros inversores.
- b) Los directivos de la propia compañía son los que tienen un mayor conocimiento de la empresa.

- (ii) *Management buy in* («**MBI**»): aquí la adquisición de la Sociedad *Target* la ejecuta un equipo profesional externo a la Sociedad *Target*, normalmente seleccionado por parte del patrocinador o patrocinadores financieros.

Estos supuestos suelen darse cuando los prestamistas no quieren apoyar financieramente a los directivos de empresas pobremente dirigidas y que deseen adquirirlas, al suponer que fracasarán en su intento de mejorar la gestión de las mismas. Preferirán pues, a un nuevo equipo directivo, conocido por las entidades financieras que soportan la operación¹².

- (iii) *Buy in management buyout* («**BIMBO**»): en este supuesto protagonizan la compra de la Sociedad *Target* tanto directivos de la Sociedad *Target* como profesionales ajenos a la misma.

- (iv) *Leveraged employee buyout* («**LEBO**»): la adquisición de la Sociedad *Target* es llevada a cabo por los propios empleados.

Presenta la ventaja de la transformación del espíritu y los ánimos de los empleados, puesto que pasarán a trabajar para ellos mismos, lo que implica un aumento de la lealtad y devoción al trabajo, reflejándose en poco tiempo en los resultados.

- (v) *Institutional buyout* («**IBO**»): en este tipo de adquisiciones un inversor institucional participa mayoritariamente en la inversión.

12. De hecho, es habitual que las entidades financieras se dediquen a buscar grupos de ejecutivos que puedan levantar determinadas empresas mal gestionadas.

- (vi) *Owners buyout* («**OBO**»): en él uno de los socios de la Sociedad *Target* ejecuta la compra de la participación de los demás socios.
- (vii) *Leveraged take-over bids*: se trata de los LBOs sobre sociedades cotizadas. También son conocidos como operaciones *public to private* o P2P debido a que después de la adquisición se excluye a la Sociedad *Target* de cotización.
- (viii) *Secondary buyout* («**SBO**»): es aquella operación en la que un fondo de *private equity* compra a otro fondo de *private equity* su participación en una empresa previamente adquirida por este.

Por otra parte, es posible distinguir otras modalidades de LBO, a saber¹³:

- (i) Por el objeto de los LBOs, podemos distinguir entre adquisiciones apalancadas de activos (*assets LBOs*) y adquisiciones apalancadas de acciones o participaciones (*stocks LBOs*).

La elección de uno u otro tipo de LBO dependerá de las ventajas fiscales (por ejemplo, compensar bases imponibles negativas o evitar la doble imposición) y contables (revalorización de activos y actualización de balances).

- (ii) En función de la estructura financiera y de cómo esté garantizada la misma podemos distinguir entre adquisiciones apalancadas garantizadas (*secured LBOs*), si los activos de la Sociedad *Target* son utilizados para garantizar el pago de la financiación, y adquisiciones apalancadas no garantizadas (*unsecured LBOs*), si la financiación no se encuentra respaldada con garantías sobre los activos de la Sociedad *Target*.

Ahora bien, en la práctica esta distinción no tiene trascendencia, puesto que los LBOs emplean una combinación de financiación garantizada y no garantizada¹⁴.

- (iii) También puede distinguirse entre LBOs amistosos y hostiles, en función de si todos los socios de la Sociedad *Target* han acordado enajenar su participación en dicha sociedad o de si alguno de ellos se ha opuesto a la operación.

Finalmente, no debemos olvidar una modalidad especial conocida como *leveraged build up* («**LBU**») y que no es otra cosa que la adquisición de una empresa para que actúe de catalizadora en un proceso de adquisición e integración de empresas que pretenda una rápida expansión, utilizando endeudamiento significativo en el proceso de compra¹⁵.

13. Se trata de la clasificación esbozada por CANDELARIO, MACÍAS, I. y LEYVA SAAVEDRA, J., «El lease-back y el leveraged buy-out: modernas técnicas financieras», *Estudios Financieros* (Madrid, 2000).

14. TORTUERO, J., «Las entidades de capital riesgo, sus operaciones típicas y la prohibición de asistencia financiera», *Revista Española de Capital Riesgo*, número 2, (Madrid, 2007), pág. 12.

15. MASCAREÑAS, J., «La compra de empresas mediante apalancamiento financiero», *Fusiones y adquisiciones de empresas*, 4ª edic., McGraw Hill (Madrid, 2005), págs. 207 y 208.

V. LOS DIRECTIVOS COMO CLAVE DEL ÉXITO DE UN LBO

Entre las diferentes características que hemos enumerado para describir el LBO, merece especial atención la de que los LBOs son operaciones en las que interviene una multiplicidad de sujetos.

Entre ellos, hay que destacar la figura de los directivos que se van a encargar de gestionar la Sociedad *Target* pues, aunque el patrocinador financiero intervendrá en las decisiones estratégicas en relación a la Sociedad *Target* que adquiera, un requisito clave para la consecución del éxito del plan de negocio que se preparará para mejorar a la empresa en cuestión será que el patrocinador financiero identifique y respalde a un equipo directivo con responsabilidad sobre la ejecución del mismo y la gestión diaria de la Sociedad *Target*¹⁶.

Así, no se puede olvidar que una operación de esta índole se construye sobre la base de la existencia de un equipo directivo con gran cualificación y prestigio que, generalmente, tomará una participación en *Newco* (o en la Sociedad *Target*), y al que se le va a encargar el cometido de gestionar la inversión con gran eficiencia de tal manera que el inversor de *private equity* pueda desinvertir en los plazos que tiene previstos y consiguiendo las rentabilidades y plusvalías esperadas por este al preparar la operación¹⁷.

Se ha de tener en cuenta, además, que la vocación temporal de la inversión y el alto nivel de apalancamiento con el que se van a encontrar los directivos va a condicionar la actuación de los mismos, pues van a tener que probar una importante eficiencia en la gestión a fin de poder generar los suficientes flujos que permitan amortizar la elevada deuda contraída para financiar la adquisición de la Sociedad *Target*.

En este sentido, siempre es interesante incentivar a los directivos vía fondos propios. En efecto, este es un aspecto importante de las operaciones de adquisición apalancada ya que con ello se pretende asegurar la participación e implicación del equipo directivo, tanto en los riesgos como en las recompensas de la operación, motivándoles a crear valor para sí mismos y para los patrocinadores financieros.

Así, el patrocinador financiero podrá conservar el equipo directivo existente en la Sociedad *Target* o sustituirlo en parte o en su totalidad. Es más, si los convierte en sus propios socios obligándoles a co-invertir nos encontraremos ante las ya mencionadas operaciones de MBO, MBI o BIMBO.

Ahora bien, lo cierto es que, en general, los patrocinadores financieros no suelen imponer cambios en el equipo directivo. Cuando la Sociedad *Target* está poco profesionalizada, o es una empresa de corte familiar donde el peso está muy centralizado,

16. SIMÓN DEL BURGO, S., *Cómo tratar con el capital riesgo*, Closa Merger Acquisition Advisors, ESADE y Clifford Chance, (Madrid, 2005), pág. 77.

17. PAYÁ PUJADÓ, A. y MARTÍNEZ MAROTO, F. J., «El sistema contractual», en la obra colectiva *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, Marcial Pons, (Madrid, 2006), pág. 231.

pueden pedir la entrada en el equipo directivo de una persona para el departamento financiero o incluso para dirección general, a fin de profesionalizar la gestión.

En efecto, la mayoría de las veces, los *private equities* no quieren entrar en la gestión de la empresa ni hacer cambios en el equipo directivo. Esto tiene su lógica, pues si el equipo directivo existente no les satisface, probablemente les resulte más rentable no materializar la inversión que reestructurar todo el equipo directivo.

Por el contrario, los patrocinadores financieros sí querrán tener representación en el órgano de administración (generalmente, articulado como consejo de administración). Así, los consejeros que les representarán habitualmente serán los propios directivos del *private equity*¹⁸, acompañados, en algunas ocasiones de consejeros independientes que puedan aportar sus conocimientos o contactos en el sector¹⁹.

Sea como fuere la estructura de equipo directivo que finalmente se configurase, una cuestión clave al respecto es la de regular contractualmente la relación jurídica a establecer entre la sociedad y sus directivos.

Así, se estudiarán a continuación las distintas maneras de reglamentar los contratos con los directivos que van a encargarse de gestionar la Sociedad *Target*. De este modo, se analizarán, entre otras, las siguientes cuestiones:

- (i) El tipo de contrato y su encuadre: así, deberá determinarse en primer lugar, si se trata de una relación mercantil (de arrendamiento de servicios) o de una relación laboral y, en este último caso, distinguir si se trata de un trabajador ordinario o de una relación especial de alta dirección.
- (ii) Los objetivos a conseguir por parte de los directivos.
- (iii) La delimitación de sus funciones y sus facultades: normalmente se articulará a través de los correspondientes apoderamientos que les otorgue la sociedad. En ellos se fijarán límites a sus actuaciones tanto cuantitativos (hasta un determinado importe) como cualitativos (por ejemplo, mediante la fijación de un *numerus clausus* de facultades, u obligando a los directivos a actuar mancomunadamente con otros).
- (iv) La retribución de los mismos, siendo frecuente distinguir una parte fija y otra variable. La parte variable se devengará siempre y cuando se cumplan los objetivos fijados y lo más común será articularla a través de un sistema de bonus, combinado, en ocasiones con otros incentivos como los *equity ratchets*.
- (v) Pactos de especial relevancia como los de permanencia y no competencia.

Finalmente, conviene señalar que debido a la doble condición de socios y directivos que ostentarán en la mayoría de los casos (sobre todo en los MBOs, MBIs o

18. De hecho, algunas casas de *private equity* tienen ya preparado un grupo de profesionales que colocan recurrentemente en las compañías en las que invierten. Este grupo suele estar conformado por personas de cierta edad, con gran experiencia en el mundo empresarial y, sobre todo, con un gran sentido común y de la responsabilidad que permiten no solo implementar con mayor eficiencia el plan de negocio sino también generar confianza y proporcionar solidez al proyecto.

19. SIMÓN DEL BURGO, S., *op. cit.*, págs. 41 a 43.

BIMBOs), la regulación de su relación con la sociedad se verá en ocasiones duplicada. En efecto, lo más probable es que muchos de sus derechos y obligaciones (por ejemplo, los pactos de no competencia) se reflejen paralelamente y se entrelacen en el contrato de socios o pacto parasocial que se verán obligados a firmar con el resto de inversores (fundamentalmente, el *private equity*) si quieren participar en la operación y en el contrato de prestación de servicios que firmen con la sociedad. Ahora bien, y a fin de evitar confusiones, se habrá de tener siempre en cuenta que, aunque algunos de esos pactos puedan ser coincidentes, cada contrato tiene su propia razón de ser y sus propios objetivos, pues es claro que el directivo firmará el pacto parasocial en tanto que socio de la sociedad y el contrato de prestación de servicios (laboral o mercantil) en tanto que miembro del equipo directivo que va a llevar el timón y el día a día de la empresa.

VI. TIPOS DE RELACIONES CONTRACTUALES QUE PUEDEN CONFIGURARSE

Dejando a un lado aquellos pactos que, por estar más estrechamente vinculados con la condición de socios de los directivos, se encuadran en los acuerdos parasociales de los socios y que exceden del propósito de este trabajo, lo más frecuente es que cada uno de los miembros del equipo directivo firme bien con la Sociedad *Target*, bien con *Newco*, un contrato que regule su relación en tanto que prestador de servicios a favor de la sociedad en cuestión.

Ahora bien, se ha de tener presente que, de entre todos los directivos, habitualmente uno de ellos se erigirá en el máximo responsable de la gestión de la empresa (y, en consecuencia, en la cabeza de todo el equipo directivo) actuando bien como administrador (generalmente, como consejero delegado) bien como alto directivo (generalmente, como director general).

En este sentido, dentro de la genérica denominación de directivos o de personal directivo, podemos distinguir tres categorías diferenciadas, a saber:

- (i) Los directivos de régimen laboral común.
- (ii) Los altos directivos con un régimen laboral especial.
- (iii) El personal «supra dirección», constituido por los miembros de órganos de administración de sociedades y cuya relación es puramente mercantil.

Como se puede comprender fácilmente, las consecuencias prácticas de una u otra ubicación son importantes, afectando entre otros aspectos a la estabilidad en el empleo, el régimen de Seguridad Social, el orden jurisdiccional competente en caso de conflicto o la consolidación de derechos profesionales²⁰.

A continuación, se van a estudiar los caracteres básicos de cada una de estas modalidades, si bien anticipamos que lo más habitual en un LBO es encuadrar al personal directivo bien en una relación de alta dirección o bien en el seno del órgano de administración de la sociedad.

20. MOLERO MANGLANO, C., *Manual de Derecho del Trabajo*, McGraw Hill (Madrid, 2000), pág. 330.

1. Los directivos de régimen laboral común

Aunque no es nada frecuente y por ello no vamos a profundizar excesivamente en ella, la primera posibilidad que tiene el empresario a la hora de configurar la relación con sus directivos es a través de una relación laboral común u ordinaria sujeta íntegramente a la normativa del Real Decreto Legislativo 1/1995, de 24 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores (en adelante, el «**ET**»).

Así, nos encontraríamos ante un contrato laboral ordinario, que puede definirse, como aquel contrato que tiene por objeto la libre prestación de servicios personales en régimen de ajeneidad y dependencia, y que son retribuidos por ello bajo el sistema salarial²¹.

En este mismo sentido se manifiesta el ET al señalar en su art. 1.1 que «*la presente Ley será de aplicación a los trabajadores que voluntariamente presten sus servicios retribuidos por cuenta ajena y dentro del ámbito de organización y dirección de otra persona, física o jurídica, denominada empleador o empresario*».

Ahora bien, al hablar de personal directivo de régimen laboral común, se ha de tener en cuenta que se trata de una categoría constituida por trabajadores, altamente cualificados, con mando en la empresa, con facultades decisorias en el concreto ámbito de actividad empresarial que se les encomienda, pero que no ostentan poderes inherentes a la titularidad de la empresa y que afecten a los objetivos generales de la misma.

Es más, como ha reiterado en numerosas ocasiones la jurisprudencia (Sentencia del Tribunal Supremo de 15 de octubre de 1986 y Sentencia del Tribunal Supremo de 24 de noviembre de 1989), el alto cargo es la excepción a la regla general del trabajador común y, por tanto, su calificación como tal ha de ser interpretada restrictivamente existiendo una presunción *iuris tantum* a favor del trabajador común u ordinario, aunque tenga el carácter de ejecutivo cualificado²².

2. El personal de alta dirección

2.1. Concepto

La segunda posibilidad que existe para configurar la relación con los directivos es la laboral especial de alta dirección, cuyo régimen jurídico encontramos en el Real Decreto 1382/1985, de 1 de agosto, por el que se regula la relación laboral de carácter especial del personal de alta dirección (en adelante, el «**RDAD**»).

En este caso, y tal y como reconoce el art. 2.1.a) del ET nos encontramos ante una relación enmarcada dentro del ámbito laboral pero con un régimen especial que, como ahora veremos, difiere en muchos campos de la relación laboral común.

21. MOLERO MANGLANO, C., *op. cit.*, pág. 23.

22. VV. AA., *Memento Práctico Francis Lefebvre. Social*, Ediciones Francis Lefebvre (Madrid, 2012), pág. 77.

De acuerdo con el art. 1.2 del RDAD es alto directivo aquel que reúne las siguientes cualidades:

- (i) El alto directivo es aquella persona que ejercita poderes inherentes a la titularidad jurídica de la empresa y relativos a los objetivos generales de la misma.

Así, el ejercicio de estos poderes deben afectar *de facto* a decisiones fundamentales para la empresa, no siendo relevante si existe o no un apoderamiento formal para ejercitar dichos poderes.

Asimismo, que los poderes que ejercite sean relativos a los objetivos generales quiere decir que los mismos se refieren a áreas funcionales estratégicas o aspectos claves de la sociedad.

- (ii) El alto directivo actúa con autonomía y responsabilidad, solo limitado por los órganos superiores de gobierno y administración de la entidad, es decir, depende directamente del órgano de administración.

Como se ve, el alto directivo constituye una figura intermedia a caballo entre el trabajador ordinario y el empresario. De ahí que muchos lo hayan considerado un verdadero *alter ego* del empresario.

De hecho, es una relación basada en la confianza entre el empresario y el alto directivo. En efecto, de acuerdo con el art. 2 del RDAD «*la relación laboral especial del personal de alta dirección se basa en la recíproca confianza de las partes, las cuales acomodarán el ejercicio de sus derechos y obligaciones a las exigencias de la buena fe*».

2.2. Caracteres

Las características más destacables del contrato de alta dirección son las siguientes:

- (i) Forma (art. 4.1 del RDAD): el contrato se formalizará por escrito, en ejemplar duplicado, uno para cada parte contratante.

Ahora bien, es posible que sin haberse formalizado por escrito, también exista una relación de alta dirección. En efecto, en ausencia de pacto escrito, se entenderá que el empleado es personal de alta dirección cuando la prestación profesional se corresponda con la definición que el propio RDAD establece en su art. 1.2 y que acabamos de analizar.

- (ii) Contenido mínimo (art. 4.2 del RDAD): el contrato de alta dirección deberá contener como mínimo:
 - a) La identificación de las partes.
 - b) El objeto del contrato.
 - c) La retribución convenida, con especificación de sus distintas partidas, en metálico o especie.
 - d) La duración del contrato.
 - e) Las demás cláusulas que se exigen en el RDAD.

- (iii) Salario: lo más habitual es que incluya una parte fija y una variable o bonus que se fijará en función de que se cumplan los objetivos marcados por el órgano de administración de la sociedad.
- (iv) Periodo de prueba (art. 5 del RDAD): en el contrato especial de trabajo de personal de alta dirección podrá concertarse un periodo de prueba que en ningún caso podrá exceder de nueve meses, si su duración es indefinida.
Transcurrido el periodo de prueba sin que se haya producido desistimiento, el contrato producirá plenos efectos, computándose el tiempo de los servicios prestados en la antigüedad del trabajador de alta dirección de la empresa.
- (v) Duración (art. 6 del RDAD): el contrato tendrá la duración que las partes acuerden, es decir, puede ser indefinido o temporal. Ahora bien, a falta de pacto escrito se presume celebrado por tiempo indefinido.
- (vi) Tiempo de trabajo (art. 7 del RDAD): el tiempo de trabajo en cuanto a jornada, horarios, fiestas y permisos, así como para vacaciones, será el fijado en las cláusulas del contrato, en cuanto no configuren prestaciones a cargo del empleado que excedan notoriamente de las que sean usuales en el ámbito profesional correspondiente.
- (vii) Pacto de no concurrencia y de permanencia en la empresa (art. 8 del RDAD): los veremos en detalle más adelante debido a su especial trascendencia.
- (viii) Promoción interna: debemos de distinguir dos supuestos, a saber:
 - a) Promoción de relación laboral ordinaria a relación laboral especial de alta dirección (art. 9 del RDAD): en estos casos, deberá formalizarse el contrato por escrito.
En el mismo se especificará si la nueva relación especial sustituye a la común anterior, o si esta última se suspende. Caso de no existir en el contrato especificación expresa al respecto se entenderá que la relación laboral común queda suspendida. Si se optase por la sustitución de la relación laboral común por la especial, tal novación solo producirá efectos una vez transcurridos dos años desde el correspondiente acuerdo novatorio.
En caso de simple suspensión de la relación laboral común anterior, al extinguirse la relación laboral especial, el trabajador tendrá la opción de reanudar la relación laboral de origen, sin perjuicio de las indemnizaciones a que pueda tener derecho a resultas de dicha extinción. Ahora bien, se exceptúa de esta regla el supuesto de la extinción del contrato especial de alta dirección por despido disciplinario declarado precedente.
 - b) Promoción de relación laboral especial de alta dirección a miembro de órgano de administración de la sociedad: en este caso, el cese posterior del vínculo societario no supone la reanudación de la anterior relación de alta dirección, salvo que esté previsto en norma colectiva o pacto individual (Sentencia del Tribunal Supremo de 9 de diciembre de 2009 y Sentencia del Tribunal Supremo de 24 de mayo de 2011).

2.3. Extinción del contrato

El contrato de alta dirección puede extinguirse por las siguientes causas:

- (i) Por voluntad del alto directivo (art. 10 del RDAD): de este modo, el alto directivo podrá finalizar la relación de las siguientes maneras:
 - a) Sin alegación de causa: en este caso deberá mediar un previo aviso mínimo de tres meses.

No obstante dicho periodo podrá ser de hasta seis meses, si así se establece por escrito en los contratos celebrados por tiempo indefinido o de duración superior a cinco años.

Por su parte, el empresario tendrá derecho, en caso de incumplimiento total o parcial del deber de preaviso, a una indemnización equivalente a los salarios correspondientes a la duración del periodo incumplido.
 - b) Con alegación de causa justificada: el alto directivo podrá extinguir el contrato especial de trabajo con derecho a las indemnizaciones pactadas, y, en su defecto, a las fijadas en el RDAD, para el caso de extinción por desistimiento del empresario, fundándose en las causas siguientes:
 - Las modificaciones sustanciales en las condiciones de trabajo que redunden notoriamente en perjuicio de su formación profesional, en menoscabo de su dignidad, o sean decididas con grave transgresión de la buena fe, por parte del empresario.
 - La falta de pago o retraso continuado en el abono del salario pactado.
 - Cualquier otro incumplimiento grave de sus obligaciones contractuales por parte del empresario, salvo los presupuestos de fuerza mayor, en las que no procederá el abono de las indemnizaciones ya indicadas.

En este sentido, se ha de tener en cuenta que no será preciso que el alto directivo respete el preaviso en el supuesto de incumplimiento contractual grave del empresario.
 - La sucesión de empresa o cambio importante en la titularidad de la misma, que tenga por efecto una renovación de sus órganos rectores o en el contenido y planteamiento de su actividad principal, siempre que la extinción se produzca dentro de los tres meses siguientes a la producción de tales cambios.
- (ii) Por voluntad del empresario (art. 11 del RDAD): así, se puede extinguir por las siguientes causas:
 - a) Por desistimiento del empresario: el contrato de trabajo podrá extinguirse por desistimiento del empresario, comunicado por escrito, debiendo mediar un preaviso mínimo de tres meses o de seis meses, si así se establece por escrito en los contratos celebrados por tiempo indefinido o de duración superior a cinco años.

Como ha señalado la doctrina, el desistimiento del empresario constituye una de las particularidades más relevantes del contrato de alta dirección. Y es que el desistimiento no es otra cosa que la manifestación de voluntad del empleador por la que inequívocamente expresa su decisión de extinguir el contrato que le vinculaba con el alto directivo, sin invocar al respecto causa jurídica alguna relevante²³.

- b) Por despido disciplinario: de este modo, el contrato podrá extinguirse por decisión del empresario mediante despido basado en el incumplimiento grave y culpable del alto directivo, en la forma y con los efectos establecidos en el artículo 55 del ET.

Como vemos, la casuística puede ser muy variada, no siendo lo mismo enfrentarse a un supuesto o a otro desde el punto de vista indemnizatorio.

En efecto, en el caso de que se extinga el contrato de alta dirección, el alto directivo tendrá derecho a las siguientes indemnizaciones:

- (i) Si no se ha pactado nada en el contrato tenemos que distinguir los siguientes supuestos:
 - a) Indemnización por desistimiento preavisado del empresario: la indemnización consistirá en siete días del salario en metálico por año de servicio con el límite de seis mensualidades.
 - b) Indemnización por desistimiento del empresario sin preaviso: la indemnización consistirá en siete días del salario en metálico por año de servicio con el límite de seis mensualidades, más una indemnización equivalente a los salarios correspondientes a la duración del periodo incumplido.
 - c) Indemnización por despido improcedente o nulo: la indemnización consistirá en veinte días de salario en metálico por año de servicio y hasta un máximo de doce mensualidades.
Ahora bien, también es cierto que cuando el despido sea declarado improcedente o nulo, el empresario y el alto directivo acordarán si se produce la readmisión o el abono de las indemnizaciones económicas previstas.
 - d) Indemnización por resolución del trabajador mediando justa causa: la indemnización en este caso también consistirá en siete días del salario en metálico por año de servicio con el límite de seis mensualidades.
 - e) Indemnizaciones por extinción de la relación laboral especial en el caso de que subyaciera una relación laboral común anterior: según se trate de una extinción por desistimiento o despido improcedente o nulo, se aplicarán las indemnizaciones antes indicadas por el periodo de tiempo como alto cargo y una segunda indemnización basada en 45 días de salario (o 33 días según la reciente reforma laboral aprobada

23. MOLERO MANGLANO, C., *op. cit.*, pág. 336.

por el Real Decreto-ley 3/2012, de 10 de febrero, de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral) por el tiempo prestado como trabajador común.

- (ii) Si se hubieran pactado indemnizaciones en el contrato de alta dirección: en este caso, se deberá respetar lo que las partes hubieran acordado. A este respecto, lo cierto es que teniendo en cuenta el régimen extintivo que se acaba de exponer, no es de extrañar el auge que han experimentado en estos contratos las cláusulas de blindaje, que aseguran al alto directivo una compensación económica, destinada a mejorar los importes previstos normativamente para los supuestos de extinción.

En efecto, son diversas las fórmulas que pueden utilizarse para blindar el contrato, desde fijar indemnizaciones superiores a las previstas legalmente (que será lo más frecuente), hasta el reconocimiento de una antigüedad superior al alto directivo o a la previsión de pensiones complementarias a favor del mismo.

En cualquier caso, no debemos olvidar que son múltiples los problemas de interpretación que estos pactos plantean, desde la determinación de cuáles sean los supuestos extintivos a cubrir por los mismos, hasta la delimitación del importe exacto de la indemnización que prevén o el periodo de exigibilidad de los compromisos que se contienen en los mismos. Ello ha originado una copiosa jurisprudencia que tiene por finalidad resolver los supuestos más controvertidos²⁴.

- (iii) Por otras causas (art. 12 del RDAD): así, además de por las causas anteriores, esta relación laboral especial podrá extinguirse por las causas y mediante los procedimientos previstos en el ET.

2.4. *La dualidad alto directivo/miembro del órgano de administración: la teoría del vínculo*

Es frecuente encontrar situaciones en las que el trabajador que ejerce funciones de alta dirección también ostenta un cargo en el órgano de administración de la empresa.

Esta situación es lo que se conoce como «doble vínculo» dado que la persona tiene un vínculo laboral y un vínculo mercantil con la empresa.

Ante esta situación, la jurisprudencia ha desarrollado la teoría del doble vínculo según la cual, entre la condición mercantil derivada de la integración orgánica y la relación laboral de alta dirección, ha de prevalecer la primera. Ello tiene como consecuencia principal el hecho de que la jurisdicción competente para conocer los litigios entre empresa y alto directivo sea la jurisdicción civil o, en su caso, la jurisdicción mercantil en los partidos judiciales en los que haya.

En efecto, el Tribunal Supremo en numerosas sentencias (Sentencia del Tribunal Supremo de 27 de enero de 1992 y Sentencia del Tribunal Supremo de 20 de no-

24. MOLERO MANGLANO, C., *op. cit.*, págs. 336 y 337.

viembre de 2002, entre otras) ha venido a confirmar esta idea. Así, resulta bastante reveladora la Sentencia del Tribunal Supremo de 21 de abril de 2005 que señala claramente lo siguiente: *«la existencia de relación laboral de carácter especial no viene determinada por el hecho de las funciones desempeñadas, sino por la naturaleza del vínculo que lo une con la sociedad, de tal manera que la relación será ajena al ámbito del Derecho del trabajo en todos aquellos supuestos en que el desempeño de las tareas responda a ostentar la condición de administrador o consejero delegado del consejo de administración, en tanto será laboral cuando la actividad venga desempeñada por un tercero, y ello porque en el supuesto de ostentar la condición de administrador de la sociedad, la relación entre este y la sociedad es de carácter interno (Sentencias de 29 de septiembre de 1988 y 13 de mayo de 1991). No existe contrato de trabajo por la mera actividad de un consejero. Hace falta “algo más”»*.

Es más, la reciente Sentencia del Tribunal Supremo de 24 de mayo de 2011 recalca las anteriores ideas al indicar que *«en supuestos de desempeño simultáneo de actividades propias del consejo de administración de la sociedad, y de alta dirección o gerencia de la empresa, lo que determina la calificación de la relación como mercantil o laboral, no es el contenido de las funciones que se realizan sino la naturaleza de vínculo, [de ahí que en el caso presente, sea irrelevante que la amplitud de los poderes sea distinta en el caso de la sentencia recurrida y en el de la referencial, al haber actuado ambos demandantes en función del vínculo que como miembros de consejo de administración les unía con las empresas demandadas]; por lo que si existe una relación de integración orgánica, en el campo de la administración social, cuyas facultades se ejercitan directamente o mediante delegación interna, la relación no es laboral, sino mercantil, lo que conlleva a que, como regla general, solo en los casos de relaciones de trabajo, en régimen de dependencia, pero no calificables de alta dirección sino como comunes, cabría admitir el desempeño simultáneo de cargos de administración de la sociedad y de una relación de carácter laboral»*.

3. Los miembros de órganos de administración de sociedades

La tercera posibilidad que existe para configurar la relación con los directivos es nombrarles administradores de la compañía. De hecho, esta fórmula se aplica generalmente con el directivo que va a actuar como máximo responsable de todo el equipo directivo de la sociedad.

En este caso, el directivo suscribe un contrato que regula su relación como administrador de la sociedad en el que se regularán aspectos muy similares a los que se incluirían en un contrato laboral especial de alta dirección, si bien encuadrado en la regulación mercantil²⁵, especialmente en los arts. 209 y siguientes de la LSC que regulan la administración de las sociedades de capital, debiendo prestarse especial atención a dos cuestiones bastante significativas:

25. PAYÁ PUJADÓ, A. y MARTÍNEZ MAROTO, F. J., *op. cit.*, pág. 236.

- (i) La retribución de los administradores: en efecto, en el caso de que el cargo de administrador esté retribuido, el sistema de retribución deberá figurar en los estatutos sociales (art. 217 de la LSC).
- (ii) La responsabilidad de los administradores: los directivos nombrados administradores actuarán con la mayor diligencia, serán leales a la sociedad, protegiendo siempre el interés social y no compitiendo con la sociedad ni aprovechando oportunidades de negocio conocidas por razón de su cargo pues, de lo contrario, entrará en juego el duro sistema de responsabilidad de administradores contenido en los arts. 236 y siguientes de la LSC en virtud del cual los administradores responderán frente a la sociedad, frente a los socios y frente a los acreedores sociales, del daño que causen por actos u omisiones contrarios a la ley o a los estatutos o por los realizados incumpliendo los deberes inherentes al desempeño del cargo.

Como vemos, en estos casos se excluye al directivo del ámbito de aplicación de la legislación laboral, todo ello sobre la base del art. 1.3.c) del ET en cuya virtud no se aplicará la normativa laboral a *«la actividad que se limite, pura y simplemente, al mero desempeño del cargo de consejero o miembro de los órganos de administración en las empresas que revistan la forma jurídica de sociedad y siempre que su actividad en la empresa solo comporte la realización de cometidos inherentes a tal cargo»*.

El fundamento de la exclusión reside en la ausencia de la nota de ajeneidad característica del contrato de trabajo. Teniendo en cuenta que la única forma de manifestarse la persona jurídica en el tráfico es a través de sus órganos y, más en concreto, de las personas físicas que integran dichos órganos, debe entenderse que todo lo realizado por estos ha sido realizado por aquella. No puede apreciarse, en consecuencia, una oposición de voluntades, y al no haber dualidad de partes desaparece la ajeneidad propia de la relación laboral; entendiéndose, en consecuencia, que el administrador mantiene una vinculación mercantil con la empresa²⁶.

Y es que se trata, en definitiva, de administradores cuya actividad se centra en la gestión y representación de la sociedad tanto en juicio como fuera de él, asistiendo a las reuniones del consejo, firmando actas, aprobando cuentas, memorias, proyectos, es decir, realizan todas aquellas tareas que competen al órgano en cuanto titular jurídico de la empresa.

4. Prestaciones accesorias

Finalmente, se ha de destacar que, en numerosas ocasiones, los miembros del equipo directivo también son accionistas o socios de la sociedad. Por ello, no es infrecuente que debido a su especial condición de socios y a través de la figura de las prestaciones accesorias regulada en los arts. 86 y siguientes de la LSC, se les exija prestar determinados servicios adicionales a favor de la sociedad.

26. MOLERO MANGLANO, C., *op. cit.*, pág. 53.

De este modo, las prestaciones accesorias remuneradas son utilizadas en la práctica como mecanismo complementario al contrato (ya sea laboral –ordinario o de alta dirección– o mercantil) para articular la relación entre el directivo y la sociedad.

VII. PACTOS DE ESPECIAL RELEVANCIA

1. Planteamiento

Al ser el equipo directivo un elemento esencial para que el LBO se complete con éxito, el inversor de *private equity* ha de implementar aquellas medidas jurídicas tendentes a conseguir un doble objetivo, a saber: por un lado, ha de ser capaz de proteger y salvaguardar a los directivos de situaciones no deseadas y, por otro, ha de ser capaz de obtener el máximo jugo de ese capital humano tan valioso que tiene en sus manos a través de los adecuados incentivos económicos.

De este modo, se analizan a continuación aquellos pactos más relevantes y habituales con los que se pretende alcanzar dichos objetivos.

2. Aportación de industria

La principal obligación del directivo va a ser la de prestar sus servicios, su trabajo, su experiencia y su buen hacer a la sociedad que le contrata.

Esta circunstancia de verse obligados a aportar industria, unida al hecho de que generalmente tendrán una participación en el capital de la sociedad, ha llevado a algunos a compararlos con los socios colectivos de una sociedad comanditaria.

3. Aportación económica

A fin de involucrar al máximo a los directivos en el proyecto, el patrocinador financiero va a exigirles, además de su trabajo o industria, que arriesguen parte de su patrimonio personal participando en el capital de la Sociedad *Target* (o en su caso, en el capital de *Newco*). De esta manera, se persigue que no sean unos meros empleados, sino que se conviertan en auténticos accionistas o socios directivos que van a compartir con el *private equity* el riesgo y ventura de la operación.

Ahora bien, es cierto que, si bien en términos absolutos la participación que puedan tener los directivos en el capital social no será elevada, desde el punto de vista relativo del directivo puede suponer un montante al que no puedan hacer frente.

Por ello, y a fin de que puedan entrar en el capital de la sociedad sin ver asfixiada su capacidad financiera, se suele incentivar a los directivos bien en el contrato de socios, bien en su contrato de prestación de servicios con la sociedad, con fórmulas de suscripción de acciones o asunción de participaciones conocidas como *sweet equity* o capital con un *envy ratio*, esto es, que los directivos adquieren su participación en

el capital de *Newco* (o según los casos, de la Sociedad *Target*) en condiciones más favorables (generalmente, a menor precio) que el operador de *private equity*²⁷.

4. Condiciones de trabajo

En el contrato que se firme con el directivo se fijarán las condiciones más relevantes de su prestación de servicios.

Así, algunas de las cuestiones que se suelen pactar son las siguientes:

- (i) La jornada y el horario de trabajo: debido a la relevancia de su cargo, se buscará la mayor disponibilidad posible, no estando sujetos ni a los límites ni a la distribución de la jornada de trabajo establecidos en la legislación laboral común española.
- (ii) Las fiestas y vacaciones: dentro de la flexibilidad convenida en cuanto a jornada y horario, lo habitual es que el directivo disfrute de las fiestas oficiales del calendario laboral, sin perjuicio de que, por circunstancias excepcionales y esporádicas, estas puedan resultar laborables debido a viajes, desplazamientos o reuniones de trabajo.

Por lo que se refiere a las vacaciones anuales del directivo, se pactará un número de días de vacaciones, ajustándose en lo posible al calendario de vacaciones anuales de la sociedad. Sin embargo, dichas vacaciones podrán ser disfrutadas en fechas diferentes o bajo otras condiciones, acomodando los intereses de la sociedad con los del directivo.

- (iii) La movilidad del directivo: en principio, el directivo prestará sus servicios con carácter habitual en las oficinas centrales de la sociedad. No obstante, el directivo aceptará expresamente el compromiso de realizar cuantos viajes y desplazamientos fueran necesarios, o cuando así lo requiera la sociedad, tanto dentro como fuera de España.
- (iv) La retribución: la trataremos en el siguiente epígrafe debido a su especial trascendencia.
- (v) Las indemnizaciones en caso de extinción del contrato prestación de servicios: si nos encontramos ante una relación laboral ordinaria, tendremos que estar a lo que dispone el ET al respecto; si nos encontramos ante una relación laboral especial de alta dirección, tendremos que estar, tal y como ya hemos visto, bien a lo pactado por las partes (cláusulas de blindaje) bien a las indemnizaciones fijadas por el RDAD; finalmente, si nos encontramos ante una relación mercantil, por tratarse de un miembro del órgano de administración, se deberá estar a las indemnizaciones o blindajes que se hayan pactado en el contrato de arrendamiento de servicios firmado entre el administrador y la sociedad.

27. En efecto, mientras que los patrocinadores financieros participan en la inversión adquiriendo o suscribiendo/asumiendo acciones/participaciones con prima de emisión/asunción, los directivos lo hacen por su valor nominal o con una prima menor.

5. El sistema de retribución

A fin de poder cumplir con las previsiones de un plan de negocio (que seguro será muy exigente por el alto apalancamiento al que se verá sometida la Sociedad *Target*) es necesario incentivar adecuadamente al equipo directivo mediante un potente sistema de retribución.

En efecto, no se debe de olvidar en ningún momento que los directivos van a estar sometidos a una gran presión por un doble motivo: en primer, lugar porque han sido contratados para cumplir con unos objetivos muy complejos y concretos; y en segundo lugar, porque habrán invertido parte de su patrimonio personal en adquirir una participación en la sociedad que van a gestionar.

Así, la retribución incluirá una parte fija y una variable o bonus que se fijará en función de que se cumplan los objetivos marcados por el órgano de administración de la sociedad.

Será, sin duda, en la parte variable en donde habrá que hacer más énfasis, implementando un plan de incentivos para administradores y directivos (*share schemes*) adecuado.

De este modo, los *share schemes* consisten por lo general en vincular la retribución del directivo con el resultado global de la empresa, su valor económico, con los volúmenes de beneficio o con la cotización bursátil, a fin de incentivar el trabajo y la productividad, fidelizar al equipo directivo en un mercado cada vez más competitivo en relación con la contratación de los directivos y empleados clave, alineando los intereses del trabajo y del capital, al ordenar la productividad a la creación de valor para los accionistas e impedir que los recursos de la sociedad se destinen a fines que no redunden en beneficio de los accionistas²⁸.

Lo cierto es que en sede de LBOs estos planes de incentivos se instrumentalizan habitualmente a través de la adquisición de acciones o participaciones de *Newco* (o, en algunos casos, directamente de la Sociedad *Target*) a un descuento o precio simbólico (*sweet equity*). Esto se implementa a través de los *equity ratchets* que consisten en una entrega inicial (al cierre de la transacción) de acciones o participaciones de la sociedad junto con un compromiso de nuevas y sucesivas entregas siempre y cuando se alcancen determinadas rentabilidades por parte de la Sociedad *Target*²⁹. En estos supuestos, el incentivo de los directivos consiste en maximizar el valor de la Sociedad *Target* de manera que en el momento de la desinversión por parte del *private equity*, los directivos puedan percibir su parte alícuota del beneficio de la venta.

Sin embargo, en la actualidad existe una multiplicidad de fórmulas adicionales para incentivar a los directivos y alinear sus intereses con los de los patrocinadores financieros. De entre las mismas, podemos destacar las siguientes³⁰:

28. AREITIO BASAGOITI, A., «Régimen laboral/Planes de opciones sobre acciones», en la obra colectiva *Adquisiciones de empresas*, dirigida por J. M. ÁLVAREZ ARJONA y A. CARRASCO PERERA, Thomson-Aranzadi, (Cizur Menor, Navarra, 2010), págs. 1.000 y siguientes.

29. SIMÓN DEL BURGO, S., *op. cit.*, págs. 77 y 78.

30. AREITIO BASAGOITI, A., *op. cit.*, págs. 1.003 y 1.004.

- (i) Los *phantom share schemes* o *phantom stock options*: también conocidas como *shadow options*, se trata de opciones virtuales en las que se recibe en metálico una cuantía equivalente o referenciada al menos a la plusvalía o al valor futuro que vayan a tener las acciones de la compañía, del grupo o de otra compañía del grupo en bolsa, si se trata de sociedades cotizadas, o a un valor de mercado fijado para la empresa a modo de cambio teórico, si se trata de sociedades no cotizadas.
- (ii) Los *employees stock options plans* que son los clásicos planes de opciones sobre acciones a favor de los empleados que les permiten adquirir a título oneroso o recibir a título gratuito acciones a un precio inferior al de mercado, siempre y cuando cumplan con ciertos objetivos y hayan permanecido en la empresa durante al menos un periodo de tiempo pre-fijado.
- (iii) Los planes de participación en beneficios: en ellos, a diferencia de los planes de opciones sobre acciones, los beneficios se pagan a los directivos en metálico.
- (iv) Los *share saving schemes*: se trata de planes que solo otorgan acciones a los directivos y empleados que se hayan adherido a un plan de ahorro que se materializará en acciones de la sociedad.
- (v) Los *free share plans*: en virtud de los mismos se asignan las acciones o participaciones gratuitamente a los empleados y directivos si cumplen con determinados objetivos o condiciones. En definitiva, no es otra cosa que una modalidad de *equity ratchet*.
- (vi) Las *performance shares*: se trata de otra modalidad de *equity ratchet*, en tanto en cuanto vinculan la remuneración de los directivos y empleados a cuestiones internas y a la consecución de determinadas metas previamente fijadas por la sociedad.
- (vii) Los préstamos o créditos blandos (es decir, con tipos de interés reducidos) para financiar la venta de acciones de la sociedad a los directivos. A este respecto, habrá que tener mucho cuidado, al menos en sede de sociedades de responsabilidad limitada, con no infringir la prohibición de asistencia financiera.

Finalmente, y a fin de optar por un sistema de incentivos u otro, se habrá de llevar a cabo previamente un detallado estudio del impacto que dichos sistemas puedan tener en la fiscalidad de los directivos.

6. Otros beneficios sociales

Como un complemento a la retribución, también es bastante frecuente pactar con los directivos otra serie de beneficios sociales como pueden ser los siguientes:

- (i) Un seguro médico con alguna aseguradora de primer nivel que cubra al directivo, su mujer o marido y sus hijos.
- (ii) Una tarjeta de crédito de empresa.

- (iii) Un vehículo de empresa soportando la sociedad tanto la cuota de *renting* como el ingreso a cuenta del IRPF.
- (iv) Un plan de pensiones ascendiendo la aportación empresarial a un porcentaje prefijado de la retribución fija del directivo.

7. Confidencialidad

El directivo se comprometerá a no usar ni a divulgar a ninguna persona, salvo en el adecuado desarrollo de sus obligaciones, cualesquiera secretos comerciales de la sociedad, ni información confidencial de la misma. Esta restricción seguirá vigente a la terminación de la relación de prestación de servicios del directivo, excepto cuando se trate de secretos comerciales o información confidencial que sean de carácter público, a no ser que lo hayan sido a través de divulgación no autorizada por parte del directivo, todo ello sin perjuicio de las obligaciones establecidas en la Ley 3/1991, de 10 de enero, de Competencia Desleal.

El directivo realizará todos los esfuerzos necesarios para evitar el uso no autorizado y la divulgación de la citada información.

A estos efectos, se entenderán como secretos comerciales e información confidencial, si bien no se limitarán a los mismos, los acuerdos comerciales y cualquier otra información, datos, dibujos, experiencia y *know-how* relativo al negocio, *marketing* o promoción de este y cualquier otra información concerniente a asuntos confidenciales de la sociedad.

Por otra parte, en el curso de la relación contractual es probable que el directivo adquiriera conocimientos sobre secretos industriales e información confidencial de o relativa a compañías vinculadas a la sociedad. Pues bien, esta información también deberá respetar las normas que acabamos de indicar sobre confidencialidad.

Ahora bien, para el caso de incumplimiento de lo convenido en materia de confidencialidad lo más habitual es pactar una indemnización o cláusula penal (por ejemplo, la pérdida de sus bonus) a la que deberá hacer frente el directivo y que, en ningún caso se entenderá sustitutiva de la indemnización por daños y perjuicios que, en su caso, pueda corresponder a la sociedad.

8. Entrega de material e información recibida de la sociedad

Estrechamente vinculada con las cláusulas de confidencialidad y de no competencia post-contractual, es bastante frecuente pactar con el directivo una cláusula en virtud de la cual, al tiempo de la extinción del contrato de prestación de servicios, el directivo deberá devolver todo el material perteneciente o relativo a la sociedad, y todos los documentos de cualquier tipo relativos al negocio de la sociedad, que le hayan sido confiados o a los que haya tenido acceso por cualquier medio.

Por documentos se entenderán también copias y notas, propias o de terceras personas, de cualquier clase, en papel, soporte informático o de cualquier otro tipo, que posea el directivo y que conciernan a los negocios de la sociedad.

9. Pacto de permanencia

Como estamos viendo a lo largo de todo este trabajo, el equipo directivo es una pieza clave para el patrocinador financiero. En efecto, la gestión de este equipo será la que le permita o no al *private equity* llevar a cabo la desinversión en los plazos y con las rentabilidades previstas.

Por ello, el *private equity* va obligar al equipo directivo a que permanezca en el timón de la nave durante el periodo que considere necesario para poder impulsar el crecimiento de la Sociedad *Target* y conseguir, tanto una mayor generación de flujos de caja, como una revaloración de la compañía y sus activos a fin de que se pueda repagar la elevada deuda y revender la sociedad obteniendo la rentabilidad esperada.

Pues bien, a este respecto lo cierto es que lo más habitual es vincular la permanencia a la percepción de determinados incentivos económicos (bien a través de un bonus o bien a través de la percepción de más acciones o participaciones de la Sociedad *Target* en unas condiciones muy favorables para el directivo).

En este sentido, lo más frecuente es acordar con el directivo que en caso de que abandone la gestión de la sociedad, el *private equity* podrá adquirir la participación en el capital que el directivo tenía en la sociedad. Esta facultad del patrocinador financiero se suele articular a través de una opción de compra concedida por el directivo a favor del *private equity*. Ahora bien, el precio de la opción de compra variará en función de cómo sea de pacífica la salida del directivo. Así, podemos distinguir dos tipos de salida del directivo:

- (i) Salida en buenos términos (*good leaver*): esta salida se dará en los siguientes supuestos:
 - a) Incapacidad del directivo.
 - b) Jubilación del directivo.
 - c) Fallecimiento del directivo.
 - d) Despido declarado improcedente.
 - e) Desistimiento voluntario del directivo una vez cumplido el periodo obligatorio de permanencia (normalmente se exige un mínimo de tiempo que varía de entre dos a cinco años).

Pues bien, en estos supuestos el precio de la opción de compra será habitualmente el valor que las acciones o participaciones tengan en el mercado en el momento en el que se produzca la salida del directivo.

- (ii) Salida en malos términos (*bad leaver*): este tipo de salida se producirá, como es obvio, en los siguientes casos:
 - a) Despido declarado procedente.
 - b) Desistimiento voluntario del directivo sin respetar el periodo mínimo de permanencia.

En estos casos, se penaliza el precio de la opción de compra. En efecto, lo más frecuente es pactar que se le pagará al directivo el menor de dos

valores: el valor de mercado que tengan las acciones o participaciones en el momento de la salida del directivo o, según los casos, alguno de los siguientes valores: (i) el precio de compra (o de suscripción o asunción) de las acciones o participaciones por parte del directivo, (ii) el valor teórico contable o (iii) el valor nominal.

Finalmente, y en relación con la permanencia, conviene destacar una situación que puede darse en el momento de desinversión por parte del *private equity*, a saber: el patrocinador financiero puede acordar con los directivos que estos permanezcan en la gestión de la sociedad durante un tiempo posterior a la desinversión, siempre y cuando lo exija el futuro adquirente como condición para comprar la sociedad. Este pacto de permanencia post-desinversión no abarcará más allá de dieciocho a veinticuatro meses y puede ser muy útil para articular una operación de *secondary buyout*.

10. Pacto de no competencia

Asimismo, uno de los pactos más importantes para la casa de *private equity* será el de no competencia de su equipo directivo. Ahora bien, debido a la más que probable doble condición de socio y de prestador de servicios de la sociedad del directivo, este pacto deberá preverse tanto en el pacto parasocial como en el contrato (laboral o mercantil) que regule la prestación de servicios del directivo.

En efecto, mientras el directivo trabaje para la Sociedad *Target* no podrá competir y, por ende, celebrar otros contratos (laborales o mercantiles) con otras empresas, salvo autorización de la propia empresa o pacto escrito en contrario.

Asimismo, tampoco se querrá que compita, durante al menos un tiempo, una vez extinguida su relación como directivo. Ello es lógico, pues en tanto que socio y prestador de servicios de la sociedad, por un lado, habrá obtenido acceso a información sensible, y por otro, habrá adquirido unos conocimientos y un *know-how* que pueden ser utilizados en contra de su antigua empresa.

Eso sí, se ha de tener en cuenta que si la relación de prestación de servicios con la Sociedad *Target* está configurada como una relación laboral (común o de alta dirección) se deberán respetar ciertas limitaciones, a saber:

- (i) En la relación laboral común, se deberá estar a lo dispuesto en el art. 21 del ET, a cuyo tenor:

«1. No podrá efectuarse la prestación laboral de un trabajador para diversos empresarios cuando se estime concurrencia desleal o cuando se pacte la plena dedicación mediante compensación económica expresa, en los términos que al efecto se convengan.

2. El pacto de no competencia para después de extinguido el contrato de trabajo, que no podrá tener una duración superior a dos años para los técnicos y de seis meses para los demás trabajadores, solo será válido si concurren los requisitos siguientes:

a) Que el empresario tenga un efectivo interés industrial o comercial en ello, y

b) *Que se satisfaga al trabajador una compensación económica adecuada.*

3. *En el supuesto de compensación económica por la plena dedicación, el trabajador podrá rescindir el acuerdo y recuperar su libertad de trabajo en otro empleo, comunicándolo por escrito al empresario con un preaviso de treinta días, perdiéndose en este caso la compensación económica u otros derechos vinculados a la plena dedicación.*

4. *Cuando el trabajador haya recibido una especialización profesional con cargo al empresario para poner en marcha proyectos determinados o realizar un trabajo específico, podrá pactarse entre ambos la permanencia en dicha empresa durante cierto tiempo. El acuerdo no será de duración superior a dos años y se formalizará siempre por escrito. Si el trabajador abandona el trabajo antes del plazo, el empresario tendrá derecho a una indemnización de daños y perjuicios».*

(ii) En la relación laboral especial de alta dirección, se deberá estar al art. 9 del RDAD, en cuya virtud:

«1. *El trabajador de alta dirección no podrá celebrar otros contratos de trabajo con otras empresas, salvo autorización del empresario o pacto escrito en contrario. La autorización del empresario se presume cuando la vinculación a otra entidad fuese pública y no se hubiese hecho exclusión de ella en el contrato especial de trabajo.*

2. *Cuando el alto directivo haya recibido una especialización profesional con cargo a la empresa durante un periodo de duración determinada, podrá pactarse que el empresario tenga derecho a una indemnización por daños y perjuicios si aquel abandona el trabajo antes del término fijado.*

3. *El pacto de no concurrencia para después de extinguido el contrato especial de trabajo, que no podrá tener una duración superior a dos años, solo será válido si concurren los requisitos siguientes:*

a) *Que el empresario tenga un efectivo interés industrial o comercial en ello.*

b) *Que se satisfaga al alto directivo una compensación económica adecuada».*

Finalmente, se ha de tener en cuenta que una vez que las partes han acordado este pacto de no competencia, este no es renunciable por parte del empleador a fin de no tener que pagar la compensación económica, pues de lo contrario se estaría vulnerando el art. 1256 del CC según el cual *«la validez y el cumplimiento de los contratos no pueden dejarse al arbitrio de uno de los contratantes».*

11. Obligación de no contratar a empleados de la sociedad

Finalmente, y muy vinculada a la cláusula de no competencia post-contractual, se suele pactar con el directivo que durante un periodo de tiempo (que suele oscilar entre dos y cinco años) desde la extinción de su contrato con la sociedad no podrá

contratar, directa o indirectamente, los servicios de cualquier empleado de la sociedad para la que ya no trabaja.

Además, el incumplimiento de esta obligación suele llevar vinculadas varias penalizaciones que pueden ir desde indemnizar a la sociedad con los daños y perjuicios, hasta la posibilidad de pagar una indemnización equivalente a unos meses del antiguo sueldo del directivo e incluso se puede llegar a penalizarle con la pérdida de alguno de los bonus a los que tenía derecho el directivo.

VIII. CONCLUSIONES

Como resultado de nuestro estudio, se realiza ahora una exposición ordenada y resumida de las principales premisas y conclusiones alcanzadas en este trabajo de investigación.

- (i) Las adquisiciones apalancadas de empresa o LBO, en tanto que operaciones dinamizadoras de nuestra economía, implican la adquisición de una Sociedad *Target* por parte de uno o más compradores (generalmente, operadores de *private equity* que actúan como patrocinadores financieros de la operación apoyados por potentes equipos directivos) a un vendedor mediante una mezcla de financiación con fondos propios aportados por los patrocinadores financieros y financiación con deuda concedida por varias entidades financieras.
- (ii) Uno de los factores relevantes en una operación de LBO reside en la retención y fidelización de un equipo directivo motivado y capaz que promueva el crecimiento y desarrollo del negocio de la Sociedad *Target*. En este sentido, debe tenerse en cuenta que una operación de esta índole se construye sobre la base de la existencia de un equipo directivo con cualificación que, generalmente, tomará una participación en *Newco* (o en la Sociedad *Target*), y al que se le va a encargar el cometido de gestionar la inversión de tal manera que el inversor de *private equity* pueda desinvertir en los plazos que tiene previstos y consiguiendo las rentabilidades y plusvalías previstas por este al preparar la operación.
- (iii) Esta singular posición del equipo directivo debe entenderse partiendo de que generalmente los *private equities* no tienen interés en entrar directamente en la gestión de la empresa ni hacer cambios sustanciales en el equipo directivo si se confía en su capacidad y profesionalidad, pues de lo contrario, probablemente les resulte más rentable no materializar la inversión que reestructurar todo el equipo directivo. Sin embargo, los patrocinadores financieros o *private equities* sí querrán tener representación en el órgano de administración (generalmente, articulado como consejo de administración), habitualmente a través de los propios directivos del *private equity*, acompañados, comúnmente, de consejeros independientes que puedan aportar sus conocimientos o contactos en el sector.
- (iv) Se suscita así, la regulación de la relación de los directivos con la sociedad, sobre la base de la doble condición de socios y de prestadores de servicios que ostentarán en la mayoría de los casos, reiterándose muchos

de sus derechos y obligaciones (por ejemplo, los pactos de no competencia) en el contrato de socios y en el contrato de prestación de servicios, laboral o de administración, que suscriben con la sociedad, contratos cuyo contenido específico adquiere particular relevancia en aspectos como el sistema de retribución, la confidencialidad, los blindajes en caso de extinción de la relación y los pactos de permanencia y no competencia post-contractual.

- (v) A fin de involucrar al máximo a los directivos en el plan de inversión y desinversión propio de los LBOs, el patrocinador financiero suele exigirles su participación personal en el capital de la Sociedad *Target* (o en su caso, en el capital de *Newco*), de modo que comparten con el *private equity* el riesgo y ventura de la operación con fórmulas de suscripción de acciones o asunción de participaciones en condiciones especialmente ventajosas, incluso frente al operador de *private equity*, a través de los denominados *sweet equity* o capital con un *envy ratio*.

Madrid, a 6 de abril de 2013.

BIBLIOGRAFÍA

- ARETIO BASAGOITI, A., «Régimen laboral/Planes de opciones sobre acciones», en la obra colectiva *Adquisiciones de empresas*, dirigida por J. M. ÁLVAREZ ARJONA y A. CARRASCO PERERA, Thomson-Aranzadi, (Cizur Menor, Navarra, 2010).
- CANDELARIO, MACÍAS, I. y LEYVA SAAVEDRA, J., «El lease-back y el leveraged buy-out: modernas técnicas financieras», *Estudios Financieros* (Madrid, 2000).
- MANZANO FRÍAS, M. C., «La evolución de las operaciones de leveraged buy out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera», *Estabilidad financiera*, número 13 (Madrid, 2007).
- MASCAREÑAS, J., «La compra de empresas mediante apalancamiento financiero», *Fusiones y adquisiciones de empresas*, 4ª edic., McGraw Hill (Madrid, 2005).
- MOLERO MANGLANO, C., *Manual de Derecho del Trabajo*, McGraw Hill (Madrid, 2000).
- PAYÁ PUJADÓ, A. y MARTÍNEZ MAROTO, F. J., «El sistema contractual», en la obra colectiva *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, Marcial Pons, (Madrid, 2006).
- SEGURA DE LASSALETTA, R., «Las operaciones de adquisición apalancada. Cuestiones Generales», en la obra colectiva *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, coordinada por M. TRIAS SAGNIER, Marcial Pons (Madrid, 2006).
- SERRANO ACITORES, A., «¿Cómo se financian los LBOs? El contrato de financiación senior», *Directorio Financiero Contable de las revistas Estrategia Financiera y Partida Doble*, La Ley (Madrid, 2009).
- «La problemática de la asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas por operadores de capital riesgo», *Asocia* (Madrid, 2007).

- SIMÓN DEL BURGO, S., *Cómo tratar con el capital riesgo*, Closa Merger Acquisition Advisors, ESADE y Clifford Chance, (Madrid, 2005).
- TORTUERO, J., «Las entidades de capital riesgo, sus operaciones típicas y la prohibición de asistencia financiera», *Revista Española de Capital Riesgo*, número 2, (Madrid, 2007).
- VV. AA., *Memento Práctico Francis Lefebvre. Social*, Ediciones Francis Lefebvre (Madrid, 2012).